

## 内 容 提 要

# 内 容 提 要

兼并收购可能是财务管理实践中最有吸引力的一个方面，在企业家里越来越强调资本运营的今天，并购在我国良好的发展前景更是吸引众多的才俊投身其中。在并购的热潮一浪高过一浪之时，不少人对我当前并购的实际效果进行了实证检验。本文在阐述西方并购动因理论和综述公司并购绩效实证研究方法的基础上，试图采用 EVA 评价方法对我国上市公司并购的实际效果进行实证检验，对实证结果进行分析并给出可能的解释。

本文共分三章：

第一章：概述。包括问题的提出、并购的定义及种类。在本章中，首先简述了我国的并购现状，然后给出了选题的原因；在此基础上分析了并购的含义，并按照我国的并购特点及研究的需要对并购进行分类。

第二章：并购动因理论评述。包括西方并购动因理论回顾、我国企业并购动因分析。企业并购动因理论分析了企业为什么进行并购，实质是分析企业进行并购从而提高企业绩效的内在机理。我们在回顾西方成熟的并购动因的基础上，对我国企业的并购动因进行了分析，试图解释我国企业并购的原因，结果发现，我国企业并购的着眼点大多不是为了提高企业的长期绩效。

第三章：上市公司并购绩效的实证研究。包括实证研究方法回顾与评析、EVA 及其计算方法、研究方法及数据来源和筛选、实证结果及分析。在本章中，首先，对前人实证研究上市公司并购绩效的方法及结果进行回顾；然后，分析了前人研究方法的不足，在此基础上提出自己的研究方法：利用传统利润绩效体系之外的一个新的衡量标准——经济附加值（又称创值，EVA）去研究企业的并购绩效；最后，我们利用 EVA 对我国 1998 年发生并购的上市公司的并购绩效进行了实证分析。

在实证分析的过程中，我们在确定 EVA 的具体计算方法的基础上，对数据进行筛选，计算出 1998 年发生并购的 75 家样本公司 1997—2001 年的 EVA；然后分别利用配对 T 检验、Wilcoxon 检验检验了样本总体、各并购类别并购前一年（1997 年）的经营绩效与并购当年（1998 年）以及后几年的经营绩效之间的统计显著性，并相应的对结果进行了解释。作为补充，我们对样本公司每年的 EVA

均值和正值率进行了比较。

实证结果显示：并购前一年与并购当年及以后几年样本总体的 EVA 配对 T 检验没有显著的差异。这表明，1998 年我国发生并购的公司的绩效没有显著提高，这也表明，从整体上，上市公司 1998 年的并购并未整合成功。各种并购类型的结果基本和总体一致，各并购类型之间有一定的差别。从均值和正值率的角度来看，并购前后样本公司的 EVA 值有了一定的改善，但是整体上明显有一个先升后降的过程。

本文的创新之处包括：

第一，较早地利用 EVA 对上市公司并购绩效进行实证研究。

第二，结合我国的特点，对上市公司并购按照并购规模进行分类，实证研究了并购规模对并购绩效的影响。

**关键字：** 并购 EVA 实证研究

## 目 录

<b>第一章 概述</b>	1
第一节 问题的提出	1
第二节 并购的定义及其种类	2
一、并购的定义	2
二、并购种类	4
<b>第二章 并购动因理论评述</b>	6
第一节 西方并购动因理论回顾	6
一、效率理论	6
二、代理问题和管理主义理论	9
三、自由现金流量假说 (FCFH)	11
四、市场力量假说	11
五、避税假说	12
第二节 我国企业并购动机分析	12
一、受政府控制, 为了满足行政目的企业并购。	13
二、受并购优惠政策影响而发生的并购。	13
三、为获得壳资源而进行的对上市公司的并购。	13
四、在效率理论支配下进行的并购。	14
<b>第三章 上市公司并购绩效的实证研究</b>	15
第一节 实证研究方法回顾与评析	15
一、反常收益法及其研究结果	15
二、财务指标法及其研究结果	17
三、上述实证研究方法评析	17
第二节 EVA 及其计算方法	19
一、EVA 概述	19
二、EVA 计算方法	20
第三节 研究方法及数据来源、筛选	25
一、研究方法	25

二、数据来源及数据筛选 .....	25
第四节 实证结果及其分析.....	27
一、全部并购样本的并购绩效检验 .....	27
二、横向并购、纵向并购与混合并购的绩效检验与比较 .....	32
三、行政主导型并购与非行政主导型并购的绩效检验与比较 .....	36
四、不同规模的并购的绩效检验与比较 .....	39
五、结论及局限 .....	42
参考书目 .....	45
附 表 .....	48
后 记 .....	60

## 第一章 概述

### 第一节 问题的提出

企业的成长有两个主要方式，一个是依靠内部投资，即内部增长；一个是通过对外部的公司的并购，即外部增长。相对于上市公司的内部投资来说，上市公司并购对公众的影响要巨大的多。这是因为：并购的成败与否对并购相关企业的影响非常重大，并购的过程将直接关系到并购双方股东、管理层等利害关系人的利益；伴随着并购的进行，相关公司的股价往往会发生剧烈的变动，从而出现巨大的套利机会，使股市的投资者都趋之若鹜；相关报纸也会对其进行密集的报道。这些都使并购备受瞩目。

在西方，并购在 19 世纪后期已经大行其道。铁路行业的大联合、钢铁和石油巨人的建立，到处都可以见到并购的影子。20 世纪以来，并购的浪潮更是一浪高过一浪。“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的并购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要靠内部扩张成长起来的。”美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·勒蒂格勒的这番话切实地体现了并购在美国经济中的重要作用。

我国股市只有十几年的历史，上市公司的并购活动只有几年的历史。我国上市公司并购的第一个案例是 1993 年 9 月发生的“宝延事件”，即深圳宝安集团在上海证券交易所通过购买股票方式，收购了上海延中实业公司 16.8% 的上市流通股。1994 年 4 月，宝安上海公司总经理取代延中实业原董事长的地位，从而完成了对延中实业公司的控股。继“宝延风波”之后，1994 年 4 月发生的恒通置业控股上海棱光实业，通过国有股的协议转让首次使国有股占控股地位的上市公司实现了控股权的转移。此后随着我国市场经济体制的发展和完善，特别是证券市场的发展，我国企业的并购活动也越来越频繁。党的十五大关于“以资本为纽带通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团”的论述，更是激发了企业并购的活力，并购随之大量发生。

我们根据 1998—2002 年《中国证券报》的上市公司重组概览系列，统计了

从 1998 至 2002 年发生并购的上市公司的数目，列表如下<sup>①</sup>：

表 1—1 上市公司发生并购数目

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002
数目	51 <sup>②</sup>	131	261	374	485	550

国外的企业并购现象已经有较为成熟的研究，而我国在这些方面的研究相对较为薄弱。大量频繁发生的上市公司并购活动，是否切实提高了这些公司为股东创造价值的 ability？我国目前上市公司并购的主要动因是什么？我国企业各种并购类型的并购绩效如何？我国独特的经济环境特别是政府行为对上市公司并购有什么样的影响？前人的研究无论在研究方法还是在研究角度上，都有改进的必要。本文试图通过对西方企业并购动因理论的回顾，进而对我国的企业并购动因进行研究，试图发现我国企业通过并购提高绩效的内在机理，然后应用 EVA 对 1998 年发生并购的上市公司的并购绩效进行实证检验。

## 第二节 并购的定义及其种类

### 一、并购的定义

企业并购，就是企业间的兼并与收购，国际上通常称为 Mergers and Acquisitions，简称 M&A。关于兼并和收购，国内外不同的学者或者机构都做出了论述：

J·弗雷德·威斯通认为，兼并就是指任何一项由两个或更多个实体形成一个经济单位的交易。发盘收购（tender offer）就是，一方——通常是谋求另一家公司控制权的公司——要求它所想要控制企业的股东们交出他们所拥有的股票或者为他们所拥有的股票开一个价。显然，他所说的兼并实际上包括吸收合并和新设合并。而他所述的发盘收购与我们通常所说的上市公司收购、控股相似，威斯通在其著作《并购、重组与公司控制》一书中研究的并购是指兼并和发盘收购，通称并购。布鲁斯·瓦瑟斯坦在其著作《大交易》中认为，“兼并

<sup>①</sup> 一家公司一年同时发生多起并购视为多起。这与下文实证分析 1998 年的并购数目时的统计方法不一样，在那里由于研究的需要，一家公司 98 年同时发生多起并购视为一起。

<sup>②</sup> 引自冯根福、吴林江：《我国上市公司并购绩效的实证研究》，载《经济研究》2001 年第 1 期。

实际上就是两家公司结为一体”，“兼并活动必须得到双方全体董事的一致同意”，然后签订兼并协议。“兼并协议的内容通常包括：兼并所需要支付的款项（现金、有价证券）、交易执行的条件、双方委派的代表及交易执行的日期。”

“在实际兼并日，目标公司的资产、合同、债权和债务（无论是否公开）也自动过渡到后继公司，除非兼并协议中有特别的规定。”“股票收购可以取代兼并达到控制目标公司的目的，当然在此之后通常还有一次兼并。股票收购不需要得到目标公司董事会或股东的正式同意。当然，目标公司的股东具有实际意义上的表决权，因为他们有权决定是否卖出股票。”《不列颠百科全书》对 Merger 一词的解释是：“指两家或更多的独立的公司合并组成一家公司，通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司”

我国学者曹凤歧在其主编的《如何进行企业重组与并购》一书中认为，企业并购可以分为狭义并购和广义并购两种。狭义并购是指企业之间目的在于获取控制权的并购行为。这种类型的并购可以通过两种方式进行：一是通过资产的全部转移，一种是收购一定比例的股权，达到控股地位。广义并购泛指企业间各种类型和目的的并购。既可以是获得控制权的并购，也可以是仅为获取投资收益而只对部分股权的收购，可以是股份的并购，也可以是资产并购。按照这种说法，在本文中，我们的并购含义是指狭义并购。1989年2月19日国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合发布的《关于企业兼并的暂行办法》第一条中指出，兼并是指一个企业购买其他企业的产权，使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为。2002年9月28日中国证监会发布的《上市公司收购管理办法》第二条指出，上市公司收购，是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度，导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。

由以上可知，兼并泛指两家或两家公司以上公司的合并，原公司的权利义务由存继（或新设）公司承担，一般是在双方经营者同意并得到股东支持的情况下，按法律程序进行合并。兼并有两种形式：吸收兼并和新设兼并。吸收兼并是指一家公司和另一家公司合并，其中一家公司从此消失，另一家公司存继，可概括为“ $A+B=A(B)$ ”。新设合并是指两家或两家公司以上公司合并，另外成立一家新公司，成为新的法人实体，原有两家公司都不再继续保留其法人地位，可概

括为“A+B=C”。

收购 (Acquisition) 是指一家公司用现金、债券或股票等方式, 购买另一家公司的股票或资产, 以获得该公司控制权的行为。收购可进一步分为资产收购和股份收购。在股份收购中, 该公司的董事会不一定同意收购。股份收购又可按照收购方所获股份比例分为控股收购和全面收购。

兼并和收购的实质是一样的, 都是完成了对另一家或者多家公司的控制。兼并和收购的主要区别有二: 一是兼并是指一企业与其他企业合为一体, 收购则通常保留被收购公司的法人地位; 二是兼并一般需要被收购公司董事会的同意, 而收购往往是兼并不成 (与董事会无法达成一致), 而采取的绕过董事会直接面向股东的控制公司的行动。但是, 在实际过程中, 兼并收购往往交织在一起, 很难严格区分, 在很多情况下也没有区分的必要。因此, 除了从会计审计角度处理财务数据及在法律规章中有所区别外, 一般情况下不对两者特别区分, 通称为并购 (M&A)。本文研究的并购限定在上市公司的并购, 不包括非上市公司对上市公司的并购, 因为我们无法获得这些非上市公司的财务数据。在本文中, 对发动并购的企业称为“竞价企业”、“并购企业”等; 对被并购的企业称为“目标企业”、“被并购企业”等。

## 二、并购种类

并购的形式是多种多样的, 按照不同的分类标准可以将并购划分为多种不同的类型。本文研究的是我国上市公司的并购绩效问题, 因此, 在参照国际上对并购的分类的同时, 按照我国的特殊情况, 对我国上市公司的并购进行分类, 为下文的实证分析做一下准备。

(一) 按并购双方产品与产业的联系可划分为: 横向并购、纵向并购、混合并购。

### 1、横向并购

横向并购一般是指处于同一行业供应链的同一环节的两个企业之间的并购。其目的主要是确立或巩固企业在行业内的地位, 增强企业在行业市场中的力量; 有些甚至是达到垄断的目的, 扩大企业规模, 以求发挥规模效应等。并购中, 参与双方常常是竞争对手, 或在不同的地理范围内经营相同业务的公司。

### 2、纵向并购

纵向并购是指处于同一行业供应链的不同环节的企业之间的并购。纵向并



购也称为一体化。当目标企业为并购企业所处的供应链环节的前一环节时，称为前向一体化；如果目标公司为其后一环节则称为后向一体化。企业推行纵向一体化有很多原因：一是技术经济的原因，如铁和钢的生产者一体化，可以避免再加热和运输成本；二是节约交易成本，在企业内部进行交易可以消除搜寻价格、签订合约、收取货款和做广告的成本；三是可以改进经营管理，例如，企业合并后，信息会更有效的流动，从而可以使管理者改进存货计划和生产计划。

### 3、混合并购

混合并购是指不同行业从事不相关经营业务类型的企业间的并购。它又分为三种类型：产品扩张型、地域市场扩张型和纯粹混合型。产品扩张型并购是指具有相关经营性质的企业之间的并购，又称为同心圆式并购。例如，两家都从事零售业务但不在同一行业的公司之间的并购。地域市场扩张型并购是指两家在不同地理区域从事不相关经营活动的企业之间的并购。混合并购通过分散投资、多样化经营等降低企业风险，达到资源互补、优化组合、扩大市场活动范围的目的。

（二）按照是否政府主导，分为政府主导型并购和非政府主导型并购。

由于我国有相当数量的国有企业效益不佳，政府部门出于非经济方面的考虑，比如安置职工，往往促成大量的政府主导的并购。由于我们无法具体区分研究的并购样本是否是政府主导型的，因此，我们研究政府参与较多的偿债兼并等，从而反映政府在并购中对并购绩效的影响。偿债并购是以为目标公司偿还债务为条件而并购目标公司。我国国有企业被偿债兼并一般都有政府在其中的积极撮合。相反，因为这些企业的国有性质，如果没有政府的积极响应甚至撮合，偿债兼并基本是不可能的。我们把这些政府参与较多的并购称为政府主导型并购，包括偿债并购、安置职工并购和无偿划拨并购。

（三）按照并购总金额占并购企业总资产的比例，把并购企业分为两类，一类是并购金额占总资产的比例超过 20%的并购，一类是低于 20%的并购。我国上市公司的并购，总体而言规模都较小，而如果并购规模太小，对企业的整体经营绩效可能不会产生显著的影响。因此我们把并购样本分为这样两类，主要是想考察并购规模对并购绩效的影响。

## 第二章 并购动因理论评述

### 第一节 西方并购动因理论回顾

在完善的市场经济条件下，所有并购的发生应该有一个自然的前提：并购企业觉得这项交易是合算的，被并购企业的大部分股东也应该觉得交易是合算的。在协议并购的情况下，被并购企业的管理层可能也会满意；要约收购只是对管理层构成威胁，如果股东出售股票，则说明这种收购符合他们的利益。对竞价企业来说，这种合算可能是短期利益；例如企业价值或者经过短期经营后的企业价值大于收购成本，收购企业或者个人从而直接大赚一笔；或者是长期利益，企业的战略利益；例如思科公司，不断地收购拥有先进技术的公司，通过收购补充自己研发方面的缺陷，将收购的技术和思科良好的市场运作能力、客户服务能力结合起来，从而实现其长期利益。因此，并购的根本动因是为了最大限度地实现股东价值最大化。在并购中实现股东价值最大化的方法有两种，一种是通过并购创造更多的价值；一种是通过并购从别的利益相关者手中夺取一定的价值。

西方经典书籍上有关企业并购动因的理论主要有效率理论、代理问题和管理主义理论、自由现金流量假说、市场力量假说、避税假说等。在并购前，竞价公司、目标公司及其周边利益相关者面前有一个共同的利益之饼，这个利益之饼实际是竞价公司、目标公司以及周边利益相关者的利益之和。效率理论、代理问题和管理主义理论、自由现金流量假说实质上是，竞价企业发现了目标企业经营上的无效率或者并购后从整体上会更有效率。竞价公司认为，并购可以直接为公司带来效率上的利益，我们可以称之为将饼做大的并购冲动。市场力量假说和避税假说实际上认为，并购可以使企业从顾客和政府手中得到更多的利益，我们可以称之为争夺更多饼的份额的并购冲动。

#### 一、效率理论

我们把发动并购行为的企业称为竞价企业，因为一项并购活动往往有超过一个企业对并购目标有并购意向；我们把并购目标企业称为目标企业。效率理

论认为并购发生的原因在于，并购后竞价企业可以使目标企业更有效率，从而竞价企业的股东可以通过并购获得一定的收益。效率理论有如下几种基本类型：

### 1、差别效率理论（管理协同假说）

该理论认为，竞价企业比目标企业在管理上更有效率；竞价企业并购目标企业后，竞价企业可以提高目标企业的管理效率，由于并购成本是以目标企业旧有的管理效率为基础对企业估价的，从而竞价企业可以获得比并购成本更高的收益。根据差别效率理论，并购活动不但可以给私人带来收益，而且会给社会带来效益，因为整个经济的效率水平将由于此类并购活动而提高。差别效率理论之所以又称为管理协同假说是因为，根据差别效率理论可以提出如下假说：如果一家公司有一个高效率的管理队伍，其能力超过了公司日常的管理需求，该公司便可以通过收购一家管理效率较低的公司来使其额外的管理资源得以充分利用。该假说有三个假设前提：

1) 竞价企业的管理层是一个整体，受不可分性或者规模经济的制约，因而竞价企业解雇剩余的人力资源是不可行的。

2) 由于行业需求状况的限制，在本行业内部投资扩张是不可能的；或者向其他行业投资但不具有该行业特有的工艺知识。

3) 低管理效率或者业绩不佳的企业不能通过直接雇佣管理人员或与外部管理者签订合同组建一个更有效的管理团队，从而改善自身的管理业绩。

差别效率理论一般可以解释横向并购的发生。竞价公司在目标公司的特定业务方面更有经验，试图通过并购补足目标公司的管理人员。

### 2、无效率理论

该理论认为，并购的发生在于目标企业的管理者没有充分发挥自己的经营潜力，而另一管理团体可能会更有效的对目标企业进行管理。无效率的管理者仅仅是指不称职的管理者，几乎任何人都可以做得更好。该理论可以为混合并购提供理论基础，但是这一理论受到多方面的质疑。

首先，该理论假设被收购企业的所有者（或股东）无法更换他们自己的管理者，因此必须通过代价高昂的并购来更换无效率的管理者。这显然与现实不符。但是，当股东没有或者无法觉察企业经营者是否称职时，该理论假设的并购可能发生。

其次，该理论预示如果企业并购成功后，收购公司要做的第一件事应该是

替换管理者,然而实际上并非如此,至少在混合并购中不是这样。如林奇(1971)在对 28 家混合企业的研究报告中,发现公司试图收购那些拥有可能被保留下来的有能力的管理者的企业;马克汉姆(1973)在对 30 起混合并购的调查中,发现仅有 16%的并购企业更换了两个或更多的高级管理人员,在 60%的情况下,所有高级管理人员都被保留了下来。由此可见,在解释混合并购的动机方面,该理论过于牵强,至多只能解释极少的一些混合并购动机。

### 3、经营协同理论

该理论假定竞价企业所在的行业存在着规模经济,而竞价企业在并购之前规模经济还没有充分发挥或者尚未达到规模经济的规模要求,而通过并购可以充分发挥规模效应。经营协同体现在如下三个方面:

1) 人员、设备、一般管理费用的规模经济性。当一般管理费用平摊到较大单位的产出中去时,减少了单位产品的成本,可以相应地提高企业的利润率。

2) 功能互补的规模经济性。不同企业有不同的专长,有的擅长开发,有的擅长制作,有的在全球开展业务有自己的优势,具有不同优势的企业结合起来可以达到更大的效益。

3) 特定管理职能方面的规模经济性。即使是中等规模的企业也至少需要一个最小数目的办公人员。如公司的规划和控制职能,当并购后的公司恰好达到需要增加工作人员的规模时,将会使收购公司原有的人员得到充分利用,同时也避免了向目标公司增加人员的必要性。在生产、科研、市场营销或财务方面都有类似的效应。

4) 纵向联合的规模经济性。将同行业中处于不同生产环节的公司联合在一起可能会获得更有效的协同效用。

### 4、纯粹的多样化经营理论

1) 分散管理者和其他雇员的就业风险。

2) 分散经营可以保证公司业务活动的平稳有效过渡从而分散企业的经营风险。

3) 分散经营有利于保护公司的声誉资本。

4) 分散经营可以提高公司的偿债能力。

### 5、财务协同效应

财务协同效应的一个方面是指企业通过并购使公司从边际利润率较低的生

产活动向边际利润率较高的生产活动转移；另外，企业通过并购成为混合经营的企业后，可以在内部根据收益前景分配资源从而提高整个企业的资金收益率。财务协同效应的另一个方面在于，并购后企业的负债能力大于并购企业之前的两个企业负债的能力之和，如果公司此时提高财务杠杆，可以给公司的投资收入带来税收节省。

## 6、价值低估理论

该理论一方面是指，证券市场上的企业在某些情况下有可能价值被低估：由于管理层无法使公司的经营潜力得以充分发挥，也就是现有管理层的管理无效率可能造成公司价值被低估。这种无效率体现在两个方面：本行业内的无效率和行业之间的无效率。本行业的无效率是指管理当局利用公司资产在本行业经营的无效率，比如在本行业竞争中处于劣势。行业的无效率是指虽然管理当局利用本公司的资产在本行业内有效率，但是从另外一个行业的角度来看，利用本公司的资产可以获得更大的收益。例如：对一个制造业而言，其位于市中心的大片的旧厂房可能没有太多意义，但是对于一个房地产企业而言，这些地产可能有巨大的经济价值。

价值低估的另一方面是指，对于一家想要扩充生产能力的公司来说，一家市场价值比其重置成本小的目标企业可以看作是价值被低估了。如果一家公司想要增加生产特定产品的能力，它可以通过购买一家资产市场价值比其重置成本小的公司以较小的成本实现。

从以上的分析可知，价值低估理论需要效率理论作支持，它实质上是效率理论的一种曲折的表现形式。

## 二、代理问题和管理主义理论

该理论分为代理问题和管理主义两个部分；一部分是代理问题理论，一部分是管理主义理论。

代理问题理论认为，如果企业的代理成本在现有的情况下过大，会导致企业被并购。代理问题是随着所有权和经营权的分离而出现的。代理问题产生的基本原因在于管理者和所有者间的合约不可能无代价地签订和执行，管理和实施这类合约的全部费用，就是代理成本。詹森和麦克林把代理成本分成三个部分：（1）委托人的监督费用；（2）代理人的担保费用；（3）剩余损失，即委托人因代理人代他决策而蒙受的损失。代理问题可以通过报酬安排和经理人市场

得到缓解（法玛，1980）。股票市场则提供了外部监督手段，因为股价可以反映管理者决策的优劣。股票价格过低会对管理者造成压力，使其改变行为方式，并且忠于股东的利益（法玛和詹森，1983）。当所有的这些机制不足以控制代理问题时，接管市场为这一问题的解决提供了最后一种外部控制手段（曼尼，1965）。曼尼认为，如果公司的管理层因为无效率或代理问题而导致经营管理滞后的话，公司就可能会被接管，从而面临被收购的威胁。

从以上可以看出，代理问题理论实际也是效率理论的变种。因为代理成本的过大，实际还是导致了企业整体效率的低下，而最终导致了并购的降临。

管理主义假说认为与股东关心利润相比，管理者更关心自身的权利、收入、社会声望和职位的稳定性。因此管理者有足够的动机通过并购来扩大企业规模，借此来增加自己的收入并提高职业的保障程度。Mueller（1909）认为管理者有扩大企业规模的动机，因为管理者的报酬是公司规模的函数；Meeks 等（1975）从一家英国公司的样本中，发现销售额的增长同公司董事工资的增长呈正比例关系，进而判定公司规模是影响经理收入的主要因素；Firth（1980）发现并购公司经理在并购后的两年里，其平均收入增加了 33%，而未发生并购的公司经理收入只增加 20%；Becker 等（1988）发现，美国公司补偿与企业规模的平均弹性是 0.3，即企业销售额每增长 10%，管理人员的收入补偿增加 3%；Firth 等（1991）还对 1974—1980 年期间 254 家英国要约收购样本进行了研究，企图测试管理人员奖励的增加是否同收购有关，结果发现收购过程导致管理者报酬的增加，并预测了收购企业管理者报酬增加的幅度；Conyon 等（1994）在对 1985—1990 年之间 170 家英国公司样本中董事的工资支付调查中，发现销售额增长、收购频率与董事工资支付之间是正相关关系。另外，詹森（1986）发现由于闲置现金流量（FCF）的存在，使得管理者产生了扩大规模的冲动，从而导致许多净现值为负的并购行为发生。

但是，也有不同的研究否定上述动机理论，如 Lewellen 等（1970）发现管理者的报酬与公司的利润率而不是销售水平相关；法玛等（1980，1983）认为报酬安排和管理者市场可以使代理问题缓解，股票市场则提供了外部监督手段，因为股价可以反映管理者决策的优劣，低股价对管理者形成压力，使其改变行为方式，并且忠实于股东的利益。由此，我们可以发现该理论隐含的假设前提是公司的法人治理结构无法克服代理成本问题；同时股票市场也是无效率的，

无法对管理者行为进行控制与监督。但是实际上, 80 年代中后期以来, 随着股权、期权等多种激励方式的建立和公司法人治理结构的不断完善, 股东和管理者的利益越来越紧密地联系在一起, 股票市场的效率也不断增强, 因此, 基于上述动机的并购行为将会越来越少。因此该理论也无法解释大部分的并购动机。

### 三、自由现金流量假说 (FCFH)

该理论的提出者迈克尔·詹森认为, 企业往往不能很有效地利用企业的自由现金流量。企业由于保留大量自由现金流量而产生的代理成本促使并购的大量发生。詹森将自由现金流量定义为超过所有投资项目资金要求量的现金流量, 这里的投资项目在以适当的资本成本折现后要有正的净现值。他认为, 公司若要有效率或者使股价最大化, 自由现金流量就必须支付给股东。除了支付本期额外的现金以外, 詹森还认为通过发行债券调换股票来提高企业负债率, 可以保证未来各期自由现金流量支付给股东。

但是, Copeland 和 Lee (1988) 对调换要约和股票互换的研究结果与詹森的自由现金流量理论直接相矛盾。用债务调换股票以提高杠杆率的企业是成长型企业; 但詹森却声明此类企业不需要通过提高债务来保证未来的现金支出, 因为他们有净现值为正的项目, 可以有效地使用留存的现金流量。进行降低杠杆率活动的企业却是詹森称为退出型的企业, 但根据 FCFH 的预测, 其应该提高杠杆率。

在对代理问题的认识上, 自由现金流量理论也值得怀疑。认为管理者和股东间的利益冲突无法通过比提高企业债务负担更有效率、风险更低的手段来解决的看法令人难以置信。近年来越来越被人们所倡导的 EVA 可能可以解决迈克尔·詹森提出的自由现金流量问题<sup>①</sup>。运用 EVA, 由于要“补偿”资金成本, 因此可以在一定程度减低公司固有的对任何业务、项目和收购进行投资的冲动, 因为尽管它们可能会有盈利, 却可能不足以偿付其资金成本。

### 四、市场力量假说

该理论认为, 企业通过并购活动, 将关键性的投入一产出关系纳入企业控制的范围, 借助并购活动减少竞争对手, 从而提高行业集中度, 增强对企业经

<sup>①</sup> 詹森在《自由现金流的代理成本: 公司财务和接管》(《美国经济评论》, 卷 70 第 2 号, 1986 年 5 月) 一文中指出“成熟”的公司往往能产生显著的现金流, 但多趋向于持有, 或是以过度投资或业务多元化的方式浪费掉。

营环境的控制,提高市场占有率,从而获得长期获利的机会。换一种说法就是,该理论认为,在横向并购的情况下,公司数目的下降将提高该行业中剩余企业的相互依赖程度或“共谋”的可能。惠延顿(1980)发现大公司在利润变动方面比小公司小,这说明大公司由于市场势力强,不容易受市场环境变化的影响,这构成了公司并购活动的动机之一。但是,在市场经济发达的国家里,政府总会制定一些法律如《反垄断法》、《公平竞争法》等以保护有效竞争。在美国,公共政策认为当四家或更少的企业在一个行业中占销售额的40%或更多时,便存在着过度集中。另一种市场理论还认为产业集中度的提高正是激烈竞争的结果,而且,在集中度提高的大企业之间,竞争变得更加激烈了,由于在价格、质量与服务方面的差别,简单的共谋是不行的。

### 五、避税假说

该理论认为,一个有累积税收损失和税收减免的企业可以与有正收益的企业进行合并,从而实现合法避税的目的。按照美国税法规定,企业可利用税法中的亏损递延条款合理避税,当一个企业遭到正常的营业损失时,可以依据亏损递延的“移后挪前法”,将亏损在一定年限中平均分摊到税前列支;若企业不使用现金而使用股票转换方式进行并购,可以在不纳税情况下实现资产的流动和转移及其追加投资和资产多样性的目的;企业使用可转换债券实现的并购可享受税法规定的债券利息税前扣除和资本收益延期支付带来的资本收益税。这些税收政策的优惠对于那些内部投资机会短缺而现金流量又很丰裕的公司而言,是一个并购的直接动机。但是,该理论隐含的假设前提是并购活动产生的税收节约大于企业的并购成本,但是这种情况只有在特定的情况下才会存在,随着税收政策的不断变化,该理论更不足以解释大多数的企业并购动机。

## 第二节 我国企业并购动机分析

随着我国经济体制改革的逐步深入,作为市场经济发展的必然产物的企业并购,在我国有了迅速的发展。尽管从总体上来说,我国的企业并购还处在初始阶段,并购行为有待规范,但并购所带来的显著的经济效益和社会效益,已引起了政府和有关方面的重视,企业并购已成为建立现代企业制度的重要手段之一。从宏观上说,并购一定程度上也的确起到了盘活存量资产,促进社会资源合理配置的作用。将我国的并购动机与西方的并购动机作一粗略的比较,可



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库